

NAV Financing: soluzioni flessibili e innovative per la creazione di valore

Arcmont AM ritiene che il NAV Financing offra l'accesso a un rischio investment grade con un potenziale rendimento paragonabile a quello del direct lending

di Peter Hutton*

Arcmont Asset Management è una società di investimento specializzata nel debito privato europeo e fornisce agli investitori un'ampia gamma di strategie di Direct lending, Capital solutions, Nav Finance e Impact lending. È affiliata di Nuveen, il gestore patrimoniale di TIAA. Fondata nel 2011, ha raccolto circa 34 miliardi di euro (ad aprile 2025) di asset da investitori istituzionali globali e ha impegnato oltre 32 miliardi di euro in oltre 430 transazioni. Con sede a Londra, la presenza di Arcmont si estende ad Amsterdam, Francoforte, Madrid, Milano, Monaco, Parigi, Stoccolma e New York. Insieme a Churchill Asset Management, Arcmont forma Nuveen Private Capital, una piattaforma d'investimento nel mercato privato leader a livello globale, con 78 miliardi di dollari di capitale impegnato, che riunisce competenze di gestione nei principali mercati privati statunitensi ed europei.

I mercati privati sono cresciuti in modo significativo nell'ultimo decennio e il private equity globale rappresenta oggi circa 6.000 miliardi di dollari in AUM¹. Con la maturazione dell'asset class, le soluzioni di finanziamento (come il direct lending e le subscription lines) si sono evolute per soddisfare le esigenze sempre più complesse di sponsor e LP. Oggi il NAV Financing è emerso come la prossima innovazione chiave nelle tecnologie finanziarie, offrendo agli sponsor un capitale flessibile e a livello di fondo per migliorare la creazione di valore in corso attraverso l'M&A. Si stima che, ad oggi, il mercato del NAV Financing abbia un valore di circa 100 miliardi e che sia destinato a raggiungere i 500 miliardi di dollari entro il 2030². Il NAV Financing è utilizzato principalmente per operazioni di M&A³ che mirano a generare rendimenti aggiuntivi sostenendo le relative società in portafoglio, e nel breve termine ci attendiamo che la crescita sia ulteriormente sospinta da periodi di detenzione prolungati per gli sponsor⁴. Nel lungo periodo, la crescita del NAV Financing riflette la continua espansione del private equity e la crescente domanda di soluzioni di liquidità flessibili da parte di GP e LP. A nostro avviso, il NAV Financing finirà per diventare onnipresente tra gli sponsor, proprio come le Subscription lines sono diventate un mercato da circa 900 miliardi di dollari⁵.

I finanziatori come Arcmont, con solide relazioni con gli sponsor, capacità di sottoscrizione e di strutturazione a livello di asset, si trovano in una posizione privilegiata per soddisfare questo aumento del fabbisogno di capitale e consentire la crescita del mercato nel suo complesso. Dato il numero limitato di fondi NAV dedicati presenti sul mercato, l'at-

tuale squilibrio tra domanda e offerta crea un'interessante opportunità per gli investitori di generare forti rendimenti ponderati per il rischio con il supporto della piattaforma Arcmont.

Focus sul finanziamento dei fondi e sui principali driver di mercato

Il NAV Financing è un finanziamento asset backed a livello di fondo, che fornisce capitale flessibile per vari scopi e che generalmente comprende tre categorie: Fund Financing, GP Financing e LP Financing. Arcmont si concentra sul Fund Financing, ossia prestiti garantiti da un portafoglio diversificato di attività all'interno di un fondo PE. Questo approccio con garanzia incrociata riduce il rischio di concentrazione rispetto ai finanziamenti a singolo asset. Il rimborso è tipicamente strutturato attraverso un cash flow sweep, che rende il prestito autoliquidante grazie alla vendita delle attività sottostanti. Si tratta di finanziamenti strutturati in modo conservativo con un LTV fino al 25%, una scadenza fissa a 3/5 anni, una robusta serie di covenant, priorità senior nell'ordine di distribuzione dei flussi di cassa e pacchetti di sicurezza rigorosi. Sebbene gli interessi siano principalmente di tipo PIK, i prestiti generano costantemente flussi di cassa attraverso i rimborsi fino a scadenza del prestito, con un profilo di duration ottimizzato, interessante sia per lo sponsor che per il finanziatore.

Per capire appieno il potenziale del mercato del NAV Financing, è importante comprendere quali sono le ragioni che spingono gli sponsor ad adottarlo. Secondo l'ILPA⁶, in media l'80% dei proventi delle NAV Facilities viene reinvestito nelle società in portafoglio per sostenere ulteriori operazioni M&A. In base all'esperienza di Arcmont, questo dato è ancora più elevato. Gli sponsor

utilizzano queste linee di finanziamento principalmente per amplificare la creazione di valore del capitale, come strumento per generare rendimenti aggiuntivi per i relativi LP⁷. A nostro avviso il NAV Financing ha il potenziale di finanziare un importo più elevato rispetto ai tradizionali finanziamenti basati su asset, in modo più flessibile per tutta la durata del fondo, compreso il periodo successivo all'investimento, e con un rischio minore, data la mancanza di oneri aggiuntivi per interessi.

In effetti, per quantificare l'impatto sui rendimenti del private equity, Arcmont ha condotto due analisi che modellano un ipotetico prestito NAV impiegato durante la fase centrale di "creazione di valore" di un fondo, negli anni da 3 a 7 della sua durata, quando tali finanziamenti vengono tipicamente utilizzati. Il primo ha valutato l'impatto dell'IRR netto utilizzando i dati dei fondi PE statunitensi di Churchill (anni 2011/2014) e il secondo il MOIC netto utilizzando i fondi di mid market buyout indicizzati da Burgiss in Europa e negli Stati Uniti (2001/2011). È stato ipotizzato un LTV del 20%, un interesse PIK all-in del 9% e una durata residua di 3 anni, con l'80% del ricavato reinvestito nel portafoglio, generando un rendimento pari a 2,0x.

La nostra analisi mostra un potenziale aumento dell'IRR netto di 100/175 pb e un aumento del MOIC netto di circa il 5%. A nostro avviso si tratta di valori molto interessanti, che potrebbero fare la differenza tra il 1° e il 2° quartile per il fondo di uno sponsor⁸.

I vantaggi del NAV Financing

Il NAV Financing offre diverse caratteristiche che lo rendono interessante:

- 1) Forte potenziale di rischio/rendimento: rischio investment grade a fronte di rendimenti da direct lending. A nostro avviso i rendimenti del NAV Financing possono essere simili a quelli del direct lending (o in alcune aree geografiche persino maggiori, dato lo squilibrio tra domanda e offerta), ma in genere il con-

testo è valutato BBB dalle agenzie di rating esterne. Osserviamo che i prestiti NAV offrono un premio di rendimento di circa 300 pb rispetto a prodotti analoghi con rating BBB, in quanto si tratta di strumenti bilaterali dalla struttura complessa, negoziati privatamente e con una concorrenza limitata sul mercato;

- 2) Esposizione diversificata con forte protezione dai rischi di ribasso. I prestiti sono tipicamente garantiti dal pool di garanzie sottostanti di un fondo. La garanzia incrociata riduce il rischio di un singolo asset, mentre la protezione è aumentata dagli LTV conservativi (fino al 25%), dalla priorità senior nella sequenza di distribuzione e dai cash flow sweep. I prestiti NAV vengono rimborsati man mano che le attività vengono vendute. L'analisi di Arcmont (ipotizzando un prestito NAV con LTV del 25% e sensibilizzando poi il calo delle valutazioni del private equity) mostra che questi prestiti NAV mantengono una buona copertura anche durante i periodi di stress, tra cui lo scoppio della bolla delle dot-com, la crisi finanziaria mondiale e la pandemia da Covid, con un cuscinetto minimo di capitale proprio del 50% preservato in modo continuativo;
- 3) Struttura resiliente all'inflazione. I prestiti NAV sono tipicamente a tasso variabile, generalmente legati ai tassi base a breve termine, e fungono da copertura per l'inflazione;

- 4) Penetrazione di mercato limitata e barriere elevate all'ingresso. Per via del numero molto limitato di fondi NAV dedicati a livello globale, secondo le stime di Arcmont, riteniamo che il mercato rimanga sottocapitalizzato. I primi investitori potranno così accedere a condizioni favorevoli, a bassi LTV e a spread più elevati.

Gli elementi chiave per il successo dei finanziatori nel NAV Financing

Per avere successo nel mercato del NAV Financing, siamo dell'avviso che una società debba possedere diversi punti di forza fondamentali, tra cui:

- 1) Forti capacità di sourcing globale per

accedere a opportunità proprietarie di elevata qualità. Il NAV Financing è fortemente orientato alle relazioni e la maggior parte delle transazioni viene intermedia su base bilaterale;

- 2) Conoscenza approfondita degli asset sottostanti attraverso una funzione di investimento diretto nel credito, che migliora le capacità di sottoscrizione e la comprensione del rischio di credito, fornendo informazioni sul rischio a livello di asset;

- 3) Competenze multi asset class per migliorare la valutazione, la strutturazione e l'esecuzione delle transazioni di NAV Financing. Per il NAV Financing è necessario considerare i fattori a livello di sponsor e di fondo, oltre alla due diligence a livello di asset, per garantire che le soluzioni siano in grado di mitigare adeguatamente il rischio e di allinearsi alle esigenze più ampie di GP e LP;
- 4) Una piattaforma consolidata con un'infrastruttura solida e un team di investimento di esperienza per gestire con successo le complessità del NAV Financing, oltre a un track record che favorisca la fiducia tra sponsor e investitori.

In conclusione

Riteniamo che il NAV Financing offra agli investitori l'accesso a un rischio investment grade con un potenziale di rendimento paragonabile a quello del direct lending. Considerando l'interessante potenziale di rischio/rendimento, le dinamiche di mercato in fase iniziale e la concorrenza attualmente limitata, riteniamo che il NAV Financing rappresenti una valida aggiunta ai portafogli di private credit degli LP. Le dimensioni di Arcmont, l'accesso agli sponsor e la profonda esperienza nei private market ci danno solidità e riteniamo di essere nella posizione ideale per aiutare gli investitori a sfruttare il potenziale di questo mercato in crescita e a bassa penetrazione.

***Head of NAV Financing
di Arcmont Asset Management**

Note:

¹ Preqin al 24 novembre (totale attività in gestione di Private Equity Buyout); ² Rising Popularity of NAV Loans & Key Considerations, Bloomberg Law (marzo 2024); ³ ILPA Guidance on NAV Facilities, 2024; ⁴ Preqin al 2024; ⁵ Back to Basics: Key Differences Between Sub-Lines and NAV Facilities, Dechert LLP (agosto 2024); ⁶ ILPA Guidance on NAV Facilities, 2024; ⁷ ILPA Guidance on NAV Facilities, 2024; ⁸ Queste stime sono state elaborate da Arcmont sulla base di una serie di ipotesi e giudizi soggettivi e sono intese a scopo puramente illustrativo e indicativo. Non vi è alcuna garanzia che gli sponsor di PE o gli LP registrino aumenti di rendimento analoghi.